

CONTROL DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN LA POLÍTICA MONETARIA EUROPEA

Agustín González Díaz

Departamento de Economía Aplicada

Universidad de Valencia

e-mail: agustin.gonzalez@uv.es

Amparo Soler-Domingo

Departamento de Economía Aplicada

Universidad de Valencia

e-mail: amparo.soler-domingo@uv.es

Salvador Castro Mafé

Departamento de Economía Aplicada

Universidad de Valencia

e-mail: Salvador.Castro@uv.es

Resumen

Desde la integración monetaria de los países europeos, en la política monetaria se ha cedido la soberanía nacional a una entidad supranacional como es el Banco Central Europeo. Diversas estructuras nacionales del sistema financiero tienen desde entonces la misma moneda y la misma política monetaria. La comunicación analiza el control de los tipos de interés, con un pasillo que marcan los tipos de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, y los estudios de transmisión al sector real de esta variable de la política monetaria.

Palabras clave: Facilidades permanentes. EONIA. Transmisión política monetaria.

1.- LA POLÍTICA MONETARIA EN EL MARCO DE LA UNION MONETARIA EUROPEA.

1.1.- *Sistema institucional y estrategia de la política monetaria*

El objetivo de una política monetaria única en Europa recibió un fuerte impulso a partir del Tratado de la Unión Europea aprobado por el Consejo Europeo en la Cumbre de Maastricht celebrada a finales de 1991. Fruto de una voluntad política clara y de un creciente consenso en cuanto a su conveniencia económica, la unión monetaria se planteó como culminación de un proceso de convergencia que es ya irreversible desde el uno de enero de 1999 para los once países que forman parte del euro.

Con la creación del euro, la política monetaria deja de ser responsabilidad de cada uno de los bancos centrales nacionales para convertirse en una política única para todos los países que se han integrado monetariamente. Ello exige la existencia de un órgano responsable de la fijación de los objetivos y la toma de decisiones relativas a la inyección y drenaje de liquidez, así como el control de los tipos de interés.

El Banco Central Europeo (BCE) y los doce Bancos Centrales Nacionales (BCN) de los países del euro se encargan de elaborar y ejecutar la política monetaria única. Concretamente el Consejo de Gobierno del BCE es el responsable de la formulación de la política monetaria, y su Comité Ejecutivo tiene como finalidad instrumentarla siguiendo sus directrices y decisiones; en tanto que a los BCN corresponde poner en práctica los instrumentos decididos por el BCE. Los países que no se han integrado en el euro mantienen sus legislaciones específicas para la ejecución de sus propias políticas monetarias. Actualmente son Gran Bretaña, Dinamarca y Suecia, y se coordinan mediante el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) del que todos ellos forman parte. Si bien no participan en la toma de decisiones de política monetaria relativas a la zona euro, ni por supuesto en su ejecución. Por este motivo, los órganos rectores del BCE decidieron adoptar el término “Eurosistema” para designar el mecanismo por el

que se desempeñan las funciones del SEBC en la zona del euro.

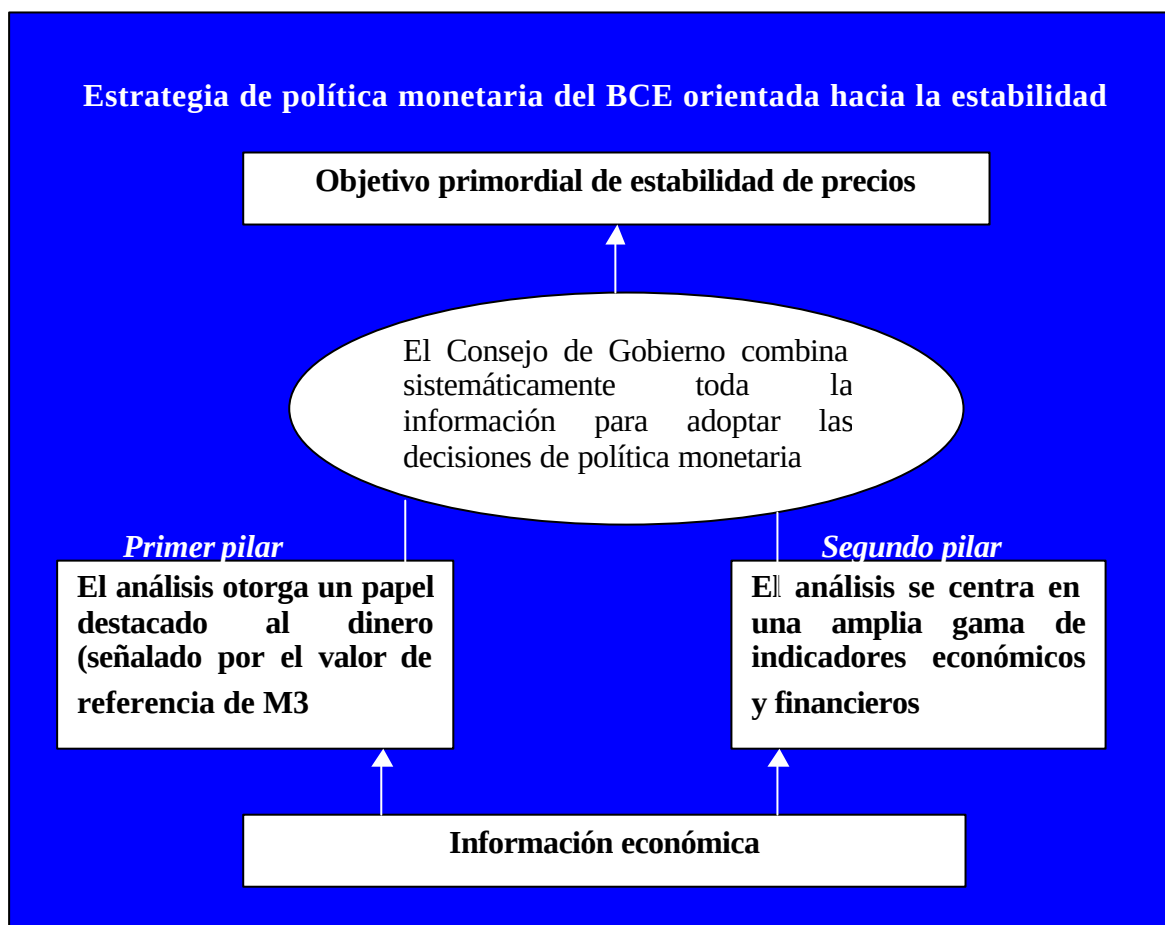
Las funciones básicas que se llevan a cabo a través del Eurosistema, serían definir y ejecutar la política monetaria de la zona del euro, realizar operaciones en divisas, poseer y gestionar las reservas oficiales de los Estados miembros y, por último, promover el buen funcionamiento del sistema de pagos.

En este contexto el BCE, al influir en las condiciones del mercado monetario europeo, se plantea una estrategia en su intervención a lo largo del tiempo coherente y sistemática. De esta forma garantiza que sus decisiones tengan credibilidad y colaboren a estabilizar las expectativas de inflación. Pero en el marco de incertidumbre sobre el proceso de transmisión de la política monetaria (los efectos que tendrá sobre el sector real cualquier alteración de las condiciones financieras), y a los desfases ya comentados en sus efectos, se ha planteado una estrategia basada en dos pilares, como se indica en el cuadro 1.

Un primer pilar otorga al dinero un papel fundamental, explicitando un valor de referencia cuantitativo para el crecimiento del agregado monetario amplio (M3) y analizando sus componentes para tener una imagen certera de la situación de liquidez de la economía.

El segundo pilar de la estrategia de la política monetaria consiste en un análisis exhaustivo de una amplia gama de variables económicas y financieras que puedan tener influencia en el nivel de precios. Desde las presiones de los costes en los mercados de bienes, servicios y trabajo, hasta la evolución de la demanda, la política fiscal y la balanza de pagos en la zona euro.

CUADRO 1



Fuente: BCE

Igualmente son objeto de un atento seguimiento, en el marco de este segundo pilar, la evolución de los indicadores del mercado financiero, sobre todo precios y rendimientos de los activos financieros, en la medida que proporcionan información acerca de las expectativas de los mercados financieros (incluida, claro está, la futura evolución de los precios.). Además y como ejemplo, en aquellos países con una popular participación en la bolsa, el nivel de las cotizaciones bursátiles puede tener gran importancia en el nivel de la demanda de consumo, con la consiguiente presión inflacionista.

En el marco del segundo pilar, los expertos del Eurosistema elaboran dos veces al año proyecciones macroeconómicas que contribuyen a las deliberaciones del Consejo de Gobierno ante la toma de decisiones de política monetaria.

La justificación de los dos pilares se debe a un intento de minimizar los errores en el contexto de incertidumbre que rodea a la economía, a los diferentes modelos teóricos sobre su funcionamiento y a los distintos canales de transmisión al sector real de los efectos de la política monetaria. Se concede a la evolución de la masa monetaria un papel primordial, pero sin desechar toda la información que puede ser pertinente en la evolución de los precios.

Finalmente se exige que la política llevada a cabo por el Banco Central Europeo sea transparente, entendiendo por transparencia en este contexto que proporcione al público en general y a los mercados toda la información relevante sobre su estrategia, su proceso de evaluación, sus decisiones de política monetaria y sus procedimientos, de una forma clara y abierta. Actualmente se considera que la transparencia es muy importante tanto para la credibilidad como para la efectividad de la política monetaria. Igualmente la transparencia mejora la predictibilidad, es decir, la capacidad de los agentes financieros y del público en general de anticipar correctamente las decisiones futuras de política monetaria.

Como exigencia formal de transparencia, el BCE deberá publicar su objetivo de estabilidad de precios perfectamente cuantificado, así como sus objetivos específicos que permitan la evaluación de su política monetaria. Igualmente deberá comunicar el seguimiento del amplio conjunto de indicadores económicos y financieros señalados en el segundo pilar, e incluso publica desde finales del 2000 dos veces al año las proyecciones macroeconómicas de sus expertos. De alguna forma se puede entender que ese deseo de mayor transparencia completa la rendición de cuentas anual que el BCN ha de efectuar ante el Parlamento Europeo y ante el Consejo, además de matizar positivamente su carácter independiente del poder político.

1.2.- Objetivos de la política monetaria europea.

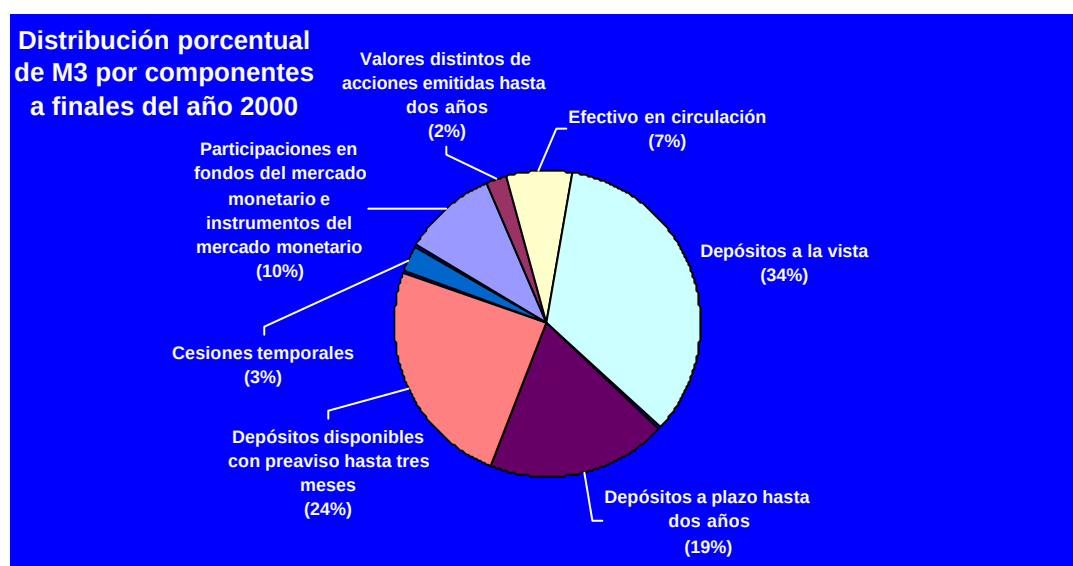
La responsabilidad que, tras el nuevo esquema asumido por la integración, se otorga a la política monetaria es el mantenimiento de la *estabilidad de precios* como objetivo explícito. Ello implica que se desea combatir uniformemente los costes derivados de la inflación en la economía europea, aunque ciertamente disponer de la misma política monetaria para distintas economías puede acarrear problemas derivados de la asincronía cíclica entre los países.

Para conseguirlo, el BCE ha de arbitrar las operaciones de regulación de la liquidez y de control de los tipos de interés que lo favorezcan, de manera que los criterios de su estrategia no han de ser un obstáculo para la estabilidad de los precios. Si existen relaciones estables entre los indicadores financieros y la inflación futura, la estrategia monetaria resultará creíble y afectará favorablemente a las expectativas de los agentes económicos.

Concretamente el objetivo de precios establecido a medio plazo desde 1999 es que la inflación global de los países del euro *no supere el dos por ciento anual*; y el agregado monetario de referencia cuya evolución se planifica es **M3**, con una *tasa de crecimiento del cuatro y medio por ciento anual*, en un horizonte asimismo de medio plazo, que parece compatibilizar la previsión de una tasa razonable de crecimiento económico y el crecimiento previsto de los precios. En la reunión de diciembre de cada año del Consejo de Gobierno del BCE se revisa la tasa de crecimiento monetario, pero hasta ahora no ha tenido ninguna variación, manteniéndose por tanto en la tasa señalada.

Los componentes del referido agregado monetario y la importancia de cada concepto se reflejan a continuación.

Definiciones de los agregados monetarios de la zona del euro			
Pasivos ¹⁾	M1	M2	M3
Efectivo en circulación	X	X	X
Depósitos a la vista	X	X	X
Depósitos a plazo hasta dos años		X	X
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses		X	X
Cesiones temporales			X
Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario			X
Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años			X
¹⁾ Pasivos del sector emisor de dinero y pasivos de la Administración Central de carácter monetario en manos del sector tenedor de dinero			



Conseguir el mantenimiento de la estabilidad de precios es, ciertamente, el requisito básico del crecimiento económico y de las mejores perspectivas de empleo en Europa. Por eso la introducción del euro no se ha de ver como la culminación de todo un decenio de convergencia, sino como el comienzo de nuevos grandes retos y oportunidades para la economía europea.

1.3.-La instrumentación de la política monetaria.

La instrumentación de la política monetaria es el conjunto de mecanismos que se han de ejecutar para llevar a cabo la estrategia diseñada. Más exactamente “la instrumentación abarca el conjunto de procedimientos, técnicas e instrumentos que un banco central utiliza para alcanzar el grado de restricción monetaria que se considera adecuado para la consecución del objetivo último de la política monetaria: la estabilidad de precios“, como señala el Banco de España. Además ha de ser aplicable en igualdad de condiciones para todas las instituciones crediticias del área, y el sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real) facilita la transferencia de recursos financieros en toda la Unión en condiciones adecuadas de rapidez y coste.

Concretamente, los instrumentos de los que dispone el SEBC para alcanzar sus objetivos son las operaciones de mercado abierto (*open market*), las facilidades permanentes y el coeficiente de caja, también denominado coeficiente de reservas mínimas.

Las operaciones *open market* son aquéllas por las que un banco central compra y vende bonos, letras, títulos y otros instrumentos financieros en el mercado abierto. El primer objetivo es expandir o contraer la cantidad de reservas del sistema bancario, buscando con ello la finalidad de influir en la evolución de la oferta monetaria.

En las intervenciones de la autoridad monetaria en las operaciones de mercado abierto se pretende en igual medida el control de los tipos de interés y el seguimiento a muy corto plazo de la liquidez en el mercado monetario. Por ejemplo con la venta de fondos públicos de renta fija bajarían las cotizaciones en el mercado, con el consiguiente alza de los tipos de interés, y a la inversa con la compra por parte de la autoridad monetaria. Además ambos tipos de efectos, sobre la liquidez y sobre el tipo de interés van en el mismo sentido, ya que si, por ejemplo, se desea una política restrictiva la venta en el mercado abierto provocaría una reducción de la liquidez acompañada del alza en

los tipos de interés. Lo contrario ocurriría con la política expansiva, logrando a la vez inyectar liquidez al sistema bancario y reduciendo los tipos de interés por las operaciones de mercado abierto donde predomine la compra.

A ello se añade, en el nuevo esquema de la política monetaria, una cierta señalización de la orientación que se desea diseñar para esta política. Estas operaciones se inician siempre a instancias del BCE, que decide también el instrumento a utilizar y las condiciones de su ejecución.

Para la realización de operaciones de mercado abierto, el Eurosistema tiene a su disposición cinco tipos de instrumentos: operaciones temporales, operaciones en firme, emisión de certificados de deuda, captación de depósitos a plazo fijo y *swaps* de divisas.

Las *operaciones temporales*, aplicables sobre la base bien de *repos* (ventas con pacto de recompra o cesiones temporales) o bien de préstamos garantizados, tienen una importancia fundamental en el sistema. El uso de *repos* se ha generalizado en la zona del euro como mecanismo de financiación y de reducción de riesgos, puesto que están siempre garantizados por activos financieros. En este tipo de operaciones el SEBC compra o vende activos de garantía mediante *repo* o realiza operaciones de crédito exigiendo activos de garantía como colateral. En el primer caso el tipo de interés viene determinado por la diferencia entre el precio de adquisición y el precio de recompra del *repo*.

Las *operaciones* de mercado abierto *en firme* son aquellas en las que el SEBC compra o vende activos a vencimiento en el mercado, y más que objetivos de financiación del sistema financiero tienen el propósito de ajuste de la liquidez. Su frecuencia no está estandarizada y se ejecutan a través de procedimientos bilaterales.

Los *certificados de deuda* constituyen una obligación del BCE frente al tenedor y se emiten al descuento. Tienen el objetivo de modificar la posición estructural del SEBC frente al sector financiero, absorbiendo liquidez del mercado. Deben tener un plazo de amortización inferior a doce meses y emitirse mediante subastas estándar, actualmente con un tipo de interés variable.

La captación por el Eurosistema de *depósitos a plazo fijo* efectuados por las instituciones crediticias obliga al BCE/BCN a remunerarlos a un tipo asimismo fijo; su propósito es reducir la liquidez del sistema crediticio en situaciones que requieren un ajuste estructural de la misma. A cambio de estos depósitos no se proporciona ningún activo de garantía.

Los *swaps* de divisas son operaciones en las que la autoridad monetaria compra (o vende) euros al contado contra una moneda extranjera, y a la vez los vende (o compra) en una fecha de recompra especificada. Son, por tanto, similares a los *repos* pero empleando divisas, de manera que sustituimos el tipo de interés por el cambio previsto de cotización del euro en el plazo en que se efectúe la operación. Cada punto *swap* es la diferencia entre el tipo de cambio de la operación a plazo y el tipo de cambio de la operación al contado, refiriéndose siempre a las operaciones simultáneas del euro contra divisas.

El propio BCE clasifica las operaciones de mercado abierto, en relación con sus objetivos, regularidad y procedimientos, en las cuatro categorías que se indican en el Cuadro 2, en el que se puede observar la amplitud de uso que adquieren las operaciones temporales.

Las *operaciones principales de financiación* son operaciones temporales que inyectan regularmente liquidez al sistema financiero, ejecutándose con una frecuencia semanal y vencimiento a las dos semanas. Se plantean como la principal medida de financiación del sistema crediticio. De hecho el Eurosistema proporciona el grueso de la liquidez del sistema financiero a través de estas operaciones, y son ejecutadas por los bancos centrales nacionales mediante subastas estándar semanales y con un vencimiento de dos semanas. En los últimos años alcanzan estas operaciones una media superior a los ciento setenta mil millones de euros.

Las *operaciones de financiación a más largo plazo* también son operaciones temporales de inyección de liquidez, pero con una frecuencia mensual y con vencimiento a los tres meses. La forma de ejecución es la misma, y se entienden como

complementarias de las anteriores al aportar una financiación adicional a más largo plazo, aunque no serán utilizadas para filtrar información al mercado, por lo que el BCE actuará normalmente como precio-aceptante. Es decir, acepta el tipo resultante de la subasta a tipo variable según las pujas de las solicitudes de las entidades de crédito hasta cubrir el volumen de fondos preanunciado que se va a adjudicar. En las primeras subastas se ha adjudicado un importe de quince mil millones de euros, lo que representa más de la cuarta parte de las peticiones, y el tipo marginal de interés se ha situado siempre por debajo de los tipos del mercado interbancario a similares plazos (EURIBOR a tres meses normalmente). Actualmente la inyección de liquidez por este tipo de operaciones asciende a cuarenta y cinco mil millones de euros.

En cuanto a las operaciones *fine-tuning*, se consideran operaciones de ajuste dirigidas fundamentalmente a controlar los tipos de interés, de manera que procuran suavizar las oscilaciones bruscas de los mismos causadas por las fluctuaciones inesperadas de la liquidez en el mercado.

Normalmente son operaciones temporales, aunque también se pueden realizar mediante operaciones en firme, captación de depósitos a plazo y *swaps* de divisas. En casos excepcionales estas operaciones de ajuste las podría ejecutar el mismo BCE. Se adaptan a las circunstancias que prevalezcan en cada momento y se efectúan tanto a través de subastas rápidas como por procedimientos bilaterales. Además solo puede participar un número limitado de entidades crediticias que previamente se ha seleccionado. Es ciertamente la única excepción a la indicada anteriormente descentralización en la instrumentación de la política monetaria, pero únicamente en circunstancias excepcionales en las que hubiera que realizar intervenciones muy urgentes de ajuste en el cortísimo plazo.

CUADRO 2
OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

Tipo operaciones	Efectos en la liquidez		Vencimiento	Frecuencia	Procedimiento
	<i>Inyección</i>	<i>Absorción</i>			
Principales de financiación	Operaciones temporales.		2 semanas.	Semanal.	Subastas ordinarias.
Financiación a más largo plazo	Operaciones temporales.		3 meses.	Mensual.	Subastas ordinarias.
<i>Fine-tuning</i>	Operaciones temporales. Swaps divisas. Compra de valores en firme.	Operaciones temporales. Swaps divisas. Ventas de valores en firme.	No estandarizado	Cuando sea necesario	Subastas rápidas y Procedimientos bilaterales.
Estructurales	Operaciones temporales. Compras de valores en firme.	Emisión de certificados. Ventas de valores en firme.		Regular y no regular. No regular.	Subastas ordinarias. Procedimientos bilaterales.

Fuente: IME, BCE y elaboración propia.

Normalmente son operaciones temporales, aunque también se pueden realizar mediante operaciones en firme, captación de depósitos a plazo y *swaps* de divisas. En casos excepcionales estas operaciones de ajuste las podría ejecutar el mismo BCE. Se adaptan a las circunstancias que prevalezcan en cada momento y se efectúan tanto a través de subastas rápidas como por procedimientos bilaterales. Además solo puede participar un número limitado de entidades crediticias que previamente se ha seleccionado. Es ciertamente la única excepción a la indicada anteriormente descentralización en la instrumentación de la política monetaria, pero únicamente en circunstancias excepcionales en las que hubiera que realizar intervenciones muy urgentes de ajuste en el cortísimo plazo.

Finalmente las operaciones *estructurales* son aquellas realizadas por el SEBC que pretenden ajustar su posición neta estructural frente al sistema bancario, en un período más largo que las operaciones anteriores; es decir, se trata de ajustes *ad hoc*. Son operaciones de inyección de liquidez que no tienen un vencimiento normalizado *a priori* y se ejecutan mediante subastas estándar. Los bancos centrales nacionales las ejecutan de forma descentralizada.

Las operaciones de mercado abierto del SEBC se realizan normalmente mediante procedimientos de subasta, bien semanal o mensualmente, y con algunas particularidades que conviene reseñar. Las etapas operativas de los procedimientos de subasta suponen el anuncio de la misma a través de servicios electrónicos de información, la preparación y envío de las pujas por parte de las entidades, la adjudicación de la subasta y certificación de los resultados individuales de la adjudicación y, finalmente, la liquidación de las transacciones.

Según el desarrollo temporal y el rango de entidades que actúan de contrapartida, se clasifican las subastas en estándar y rápidas. Las primeras se realizan en las veinticuatro horas que transcurren desde el anuncio de la subasta hasta la certificación de los resultados de la adjudicación, mientras que las rápidas se ejecutan normalmente en el plazo de una hora entre ambas etapas. Las operaciones principales de financiación, las de financiación a más largo plazo y las operaciones estructurales (salvo las realizadas en firme) se ejecutan siempre mediante subastas estándar, mientras que las rápidas se utilizan solamente para las operaciones de ajuste.

Se diferencia entre las subastas a tipo fijo y a tipo variable, según que las entidades de contrapartida pujen por la cantidad de dinero con la que desean operar al tipo de interés especificado por el BCE, o bien pujen por los tipos de interés a los que desean acceder a una cantidad de liquidez prefijada. Ambas se aplican igualmente a las subastas *swaps* de divisas. En las subastas a tipo variable se realiza la adjudicación al mismo tipo marginal para todas las ofertas (subasta holandesa) o bien a tipos múltiples (subasta americana.)

En cuanto a las fechas normales del calendario de subastas diseñado por el BCE, en las operaciones principales de financiación será cada martes el día normal de contratación, y en las operaciones de financiación a más largo plazo será el primer miércoles de cada período de mantenimiento del coeficiente de caja.

2.- CONTROL DE LOS TIPOS DE INTERÉS DESDE LAS FACILIDADES PERMANENTES.

Esencialmente son tres los objetivos de las facilidades permanentes: regulación de la liquidez a un día, control de los tipos de interés del mercado a un día y marcar la orientación de la política monetaria.

Para proporcionar liquidez se emplea la *facilidad marginal de crédito*, y para detraer liquidez la *facilidad de depósito*, y siempre son operaciones con vencimiento a un día.

Las entidades de contrapartida pueden utilizar la facilidad marginal de crédito para obtener liquidez de los bancos centrales nacionales contra activos de garantía. Esta facilidad tiene por objeto satisfacer las necesidades transitorias de liquidez de las entidades. Las condiciones de la facilidad marginal de crédito son idénticas para toda la zona del euro. Los bancos centrales nacionales pueden proporcionar liquidez mediante la facilidad de crédito, tanto en forma de cesiones temporales (la propiedad del activo se transfiere al acreedor, al tiempo que las partes acuerdan efectuar la operación inversa, mediante la reventa del activo al deudor, al siguiente día hábil) como mediante préstamos a un día garantizados (se constituye una garantía susceptible de ejecución sobre los activos, pero el deudor conserva la propiedad del activo siempre que cumpla su obligación principal). Las operaciones de inyección de liquidez en forma de préstamos garantizados se ajustan a los distintos procedimientos y trámites exigidos en las diversas jurisdicciones para la constitución y posterior ejecución de la correspondiente garantía (prenda). Al final del día, las posiciones deudoras intradía de las entidades en la cuenta

de liquidación abierta en los bancos centrales nacionales son consideradas automáticamente como una solicitud de recurso a la facilidad marginal de crédito.

Las entidades de contrapartida pueden utilizar la facilidad de depósito para efectuar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales, que se remuneran a un tipo de interés establecido con anterioridad. No se ofrece a las entidades ningún activo de garantía a cambio de los depósitos. Para poder acceder a la facilidad de depósito, la entidad de contrapartida debe enviar también una solicitud al banco central nacional del Estado miembro en el que la entidad esté establecida.

Normalmente no existe límite cuantitativo para estas facilidades, que son administradas de manera descentralizada por los bancos centrales nacionales. Los tipos de interés de las facilidades permanentes son establecidos por el Consejo de Gobierno del BCE, por encima y por debajo del tipo básico, es decir, el tipo de interés que se establece como mínimo de puja en las operaciones principales de financiación del Eurosistema. A comienzos de marzo de 2003, tras una continua reducción de los tipos por la débil situación económica, ha quedado establecido el tipo básico en el 2,5%, situándose los tipos de interés correspondientes a las facilidades marginales de crédito y a la facilidad marginal de depósito en los valores 3,50% y 1,50% respectivamente.

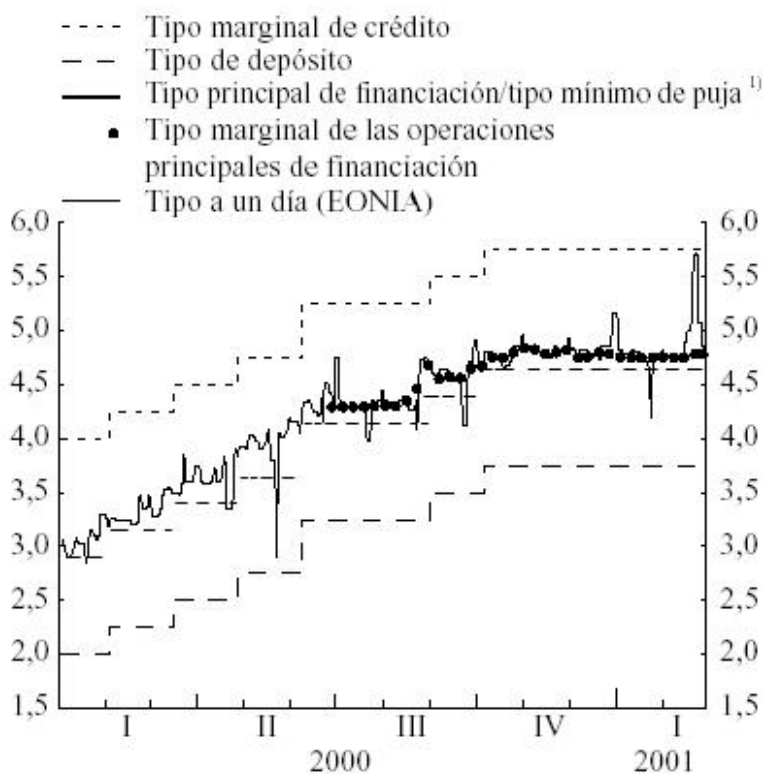
Los tipos de interés de mercado interbancario a un día quedan comprendidos en el intervalo del máximo que representa el tipo de la facilidad marginal de crédito del BCE que otorga liquidez y del mínimo fijado por el tipo de interés que se aplica diariamente en la facilidad que detrae liquidez.

No es que el BCE imponga al sistema bancario por decreto esas limitaciones, sino que al dar posibilidad de rendimiento al exceso de liquidez de alguna entidad de crédito en concreto a través del tipo de la entidad marginal de depósito, no sería comprensible que el depósito se canalizara en otra entidad bancaria a un tipo menor. Si es un banco que tiene necesidad de liquidez, y el BCE le concede un crédito a un tipo determinado por la otra facilidad permanente, sería incomprensible que pidiera el crédito a otra entidad bancaria a un tipo superior.

Por lo tanto los tipos de interés de las facilidades permanentes proporcionan un techo y un suelo a los tipos de interés a un día en el mercado interbancario, y pueden utilizarse también como señal de orientación a medio plazo de la política monetaria. Han desaparecido, por consiguiente, los préstamos en última instancia que empleaba el Banco de España para determinar el límite superior de los tipos, y las subastas decenales de certificados de depósito que indicaban el tipo de interés mínimo del mercado.

Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario

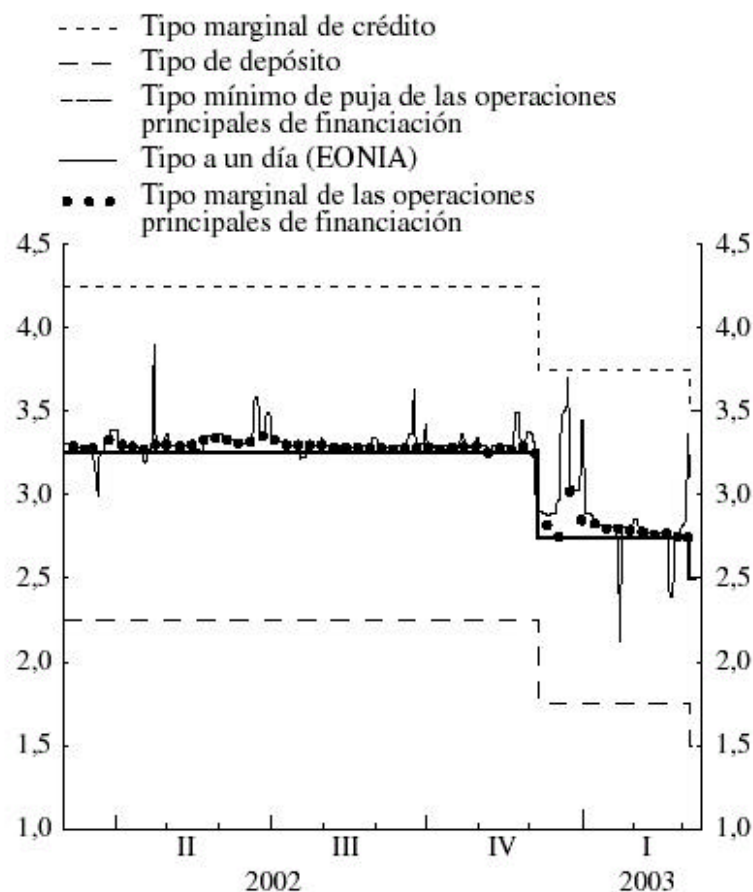
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Se comprueba en los gráficos las oscilaciones que desde los primeros años de funcionamiento se han producido en los tipos de interés de las facilidades permanentes, y sobre todo cómo marcan el pasillo de tipos para las operaciones interbancarias, fundamentalmente en el EONIA (Euro Over Night Index Average) o tipo a un día.

Desde octubre de 2000 el tipo de interés de las operaciones principales de financiación dejó de ser un tipo fijo, convirtiéndose en el tipo mínimo al que las

entidades de contrapartida deberían ofertar sus pujas. Por ello se señalan en los gráficos a partir de esta fecha el tipo marginal de las subastas.

3.-TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DESDE LOS TIPOS DE INTERÉS.

En general se entiende que la política monetaria carece de efectos apreciables sobre las variables económicas reales cuando los mercados están en equilibrio, por cuanto los precios responden inmediatamente a los excesos de demanda. Tiene efectos, más o menos rápidos sobre las variables nominales, y en la medida que exista alguna rigidez nominal, también sobre las variables reales. Como mecanismo de transmisión de la política monetaria entendemos el conjunto de canales por los que influye en la oferta y demanda agregadas. Con las salvedades anteriores la política monetaria, modificando estas variables macroeconómicas, afectaría no solamente a la tasa de inflación, sino igualmente a la tasa de crecimiento de la economía, y por ello a la tasa de desempleo.

Uno de los canales más estudiados es el correspondiente a los tipos de interés. Las variaciones en el tipo de interés afectan a la demanda agregada vía los efectos renta y riqueza. Pero también tienen un efecto de sustitución intertemporal, mediante alteraciones en la estructura temporal de la demanda adelantando o retrasando las decisiones de los agentes económicos respecto a su consumo e inversión.

La relación entre los tipos de interés del mercado interbancario, que acabamos de señalar en el apartado anterior cómo el Banco Central Europeo tiene capacidad y competencias para controlarlo, y los tipos de interés de bancos y cajas de ahorro, tanto activos como pasivos, parece clara y numerosos estudios empíricos la abordan con conclusiones similares y en todos los casos positivas respecto a la estrecha relación entre ambos.

Además en el caso del sistema financiero español, caracterizado en los últimos veinte años por una intensa liberalización, por la aparición de nuevos y eficientes

mercados financieros y por una competencia creciente, se ha acentuado la dependencia de los tipos de interés bancario respecto a los del interbancario.

Ciertamente los márgenes financieros se han reducido de forma muy significativa, con un diferencial medio entre tipos activos y pasivos que se situaba por encima de los diez puntos porcentuales en el decenio de los ochenta que se redujo a la mitad en el decenio pasado y que ha continuado reduciéndose por la mayor competencia. Mientras los tipos activos han seguido muy de cerca la evolución del tipo interbancario, los tipos pasivos se resistían manteniendo un patrón mucho más estable de comportamiento. Recientemente han incrementado también su sensibilidad en un contexto de baja inflación y de bajos tipos de interés. De hecho se ha incrementado la conexión entre los tipos de crédito y los del interbancario desde que la autoridad monetaria comenzó a utilizar los tipos de interés a corto plazo como variable de control de su política.

De manera que si la autoridad monetaria controla los tipos de interés nominales que rigen en la economía, puede analizar su eficacia en el control de los precios relativos y en su proceso de transmisión desde el seguimiento de dicho control. Y el impulso que el propio Banco Central Europeo da a la investigación sobre todos los canales del mecanismo de transmisión de su política monetaria, así lo refleja.

BIBLIOGRAFÍA:

1. Agneloni, I., Kashyap, A., Mojon, B. y Terlizzese, D. (2002): “Monetary transmission in the euro area: where do we stand?” *European Central Bank, Working Paper* nº 114.
2. Bean C., Larsen J. y Nikolov K. (2001): “The monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications”; *ECB, Working Paper* 113.
3. BANCO CENTRAL EUROPEO (2000): “La Transmisión de la Política Monetaria en la Zona del Euro”, *Boletín Mensual del BCE*, julio.

4. BANCO CENTRAL EUROPEO (2001) *La política monetaria del BCE*.
5. Greenspan, A. (2001): “Monetary Policy in the Face of Uncertainty”, *Cato Journal*, vol. 21, nº 2, Fall.